



W  
28  
(8733)

Documento de Trabajo

8 7 3 3

**DEUDA PUBLICA, NIVEL DE ACTIVIDAD DEL SISTEMA  
BANCARIO Y PROCESO DE DESINTERMEDIACION:  
ALGUNOS COMENTARIOS SOBRE EL CASO ESPAÑOL EN  
EL PERIODO 1977-85**

Carlos Contreras Gómez

## DOCUMENTO DE TRABAJO

DEUDA PUBLICA, NIVEL DE ACTIVIDAD DEL SISTEMA  
BANCARIO Y PROCESO DE DESINTERMEDIACION:  
ALGUNOS COMENTARIOS SOBRE EL CASO ESPANOL EN  
EL PERIODO 1977-85

Carlos Contreras Gómez \*  
Departamento de Hacienda Pública y Sistema Fiscal,  
Universidad Complutense de Madrid.

julio 1987.

\* Esta versión se ha beneficiado de las sugerencias de J. Viñals, y C. Cuervo-Arango, aunque lógicamente todos los errores que puedan subsistir son de exclusiva responsabilidad del autor.

† Comunicación pronunciada en el seminario sobre "La Nueva Era de la Deuda Pública". U.I.M.P. de Santander. julio 1987.

Este trabajo aborda, a través del análisis de los flujos financieros intersectoriales durante el periodo 1977-89, los efectos que el déficit público y los mecanismos de financiación utilizados han transmitido sobre el nivel de actividad del sistema bancario. Se pone de manifiesto la contribución directa e inducida que la intervención pública en los mercados financieros ha significado en los procesos de desintermediación.

## 1.- INTRODUCCION

La reciente investigación sobre los efectos económicos de la deuda pública se ha centrado, entre otros temas, en el estudio de los posibles efectos diferenciales del déficit público cuando éste se financia con impuestos, con dinero o con deuda; en el análisis de las condiciones del teorema de equivalencia ricardiano resucitado por Barro; y en menor medida en el estudio del posible desplazamiento intergeneracional de la carga asociada a la deuda.

Las tres áreas de investigación mantienen, sin embargo, interrelaciones muy estrechas, y presentan como cuestión de fondo la controversia sobre la capacidad de la política fiscal para estimular el nivel de demanda agregada y de renta. Buena parte de la literatura macroeconómica más reciente se ha dedicado, de hecho, al estudio de los efectos crowding-out sobre la actividad privada.

Son comparativamente más escasos los trabajos que analizan los efectos derivados de la necesidad de financiación del déficit público sobre el comportamiento del sistema financiero, en tanto que una parte del sector privado de la economía, o bien como cadena de transmisión de posibles efectos desplazamiento sobre el resto del sector privado.

La literatura sobre los efectos de la financiación del déficit en el caso español, muy amplia desde la óptica descriptiva y más exigua en el terreno empírico, se ha centrado preferentemente en el estudio de su influencia sobre las variables macroeconómicas<sup>1</sup>. Los trabajos sobre los efectos del déficit en el sector financiero no son excesivamente numerosos<sup>2</sup>. Esta situación contrasta, en cierto modo, con el interés que el tema parece despertar en los círculos financieros.

El presente trabajo aborda los efectos que la financiación del déficit del sector público español durante el periodo 1977-1985 ha transmitido sobre

el proceso de desintermediación y consecuentemente sobre el nivel de actividad de captación y colocación del sistema bancario. Queda fuera del ámbito de análisis la actividad de intermediación financiera, la prestación de servicios financieros y parafinancieros y las operaciones "fuera de balance".

En el apartado segundo se comentan dos posibles vías por las que el déficit ha podido ejercer efectos sobre el nivel de actividad del sistema bancario. La primera se refiere a su influencia sobre el volumen de flujos financieros generado por cada sector, y la segunda - a la que el trabajo presta atención - se relaciona con los efectos desintermediación financiera y desintermediación bancaria. El análisis se apoya en la observación de los flujos financieros intersectoriales. El apartado tercero ofrece algunos comentarios referidos al caso español sobre los mecanismos de financiación del déficit, destacando el importante recurso ejercido en los últimos tiempos respecto de la emisión de activos del mercado monetario, y se señala el impulso de este mecanismo de financiación con deuda a corto plazo en los procesos de innovación y desintermediación financiera. El último apartado está dedicado a destacar algunas conclusiones. La principal conclusión que se ofrece es que si bien el déficit público no ha sido la única causa del proceso de desintermediación ha contribuido especialmente al mismo, tanto de forma indirecta como inducida.

## 2.- EFECTOS DE LA FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO SOBRE LOS FLUJOS FINANCIEROS

En este apartado se ofrecen algunas reflexiones sobre los posibles efectos que el déficit público y las decisiones sobre su financiación pueden significar sobre el volumen y el destino de los flujos financieros en la economía, y en consecuencia sobre la actividad de captación y colocación del sistema bancario.

Se considera una economía abierta compuesta por los sectores familias y empresas, sector público, sector instituciones financieras y sector exterior.

Las funciones de los sectores que componen esta economía son los tradicionalmente asignados,

El subsector familias está compuesto por las unidades familiares consumidoras y principales generadoras de ahorro; el subsector empresas, que lleva a cabo el proceso de producción y la función inversora, es el receptor final fundamental del ahorro familiar. El sector familias y empresas no financieras incluye todo tipo de empresas individuales, familias e instituciones sin fines de lucro.<sup>a</sup>

El sector público tiene esencialmente la función de redistribución de renta y producción de bienes públicos. El concepto de sector público utilizado está retringido a las actividades tradicionalmente dirigidas por principios de autoridad.<sup>a</sup>

El sector instituciones financieras, por su parte, incluye una pluralidad de entidades cuya misión esencial es la canalización del ahorro generado por los distintos sectores hacia los agentes que demandan estos fondos, a fin de completar sus recursos, para poder atender sus gastos de inversión y el exceso de consumo sobre la renta generada.

Así, la función del conjunto de instituciones financieras es canalizar los recursos desde los sectores excedentarios hacia los deficitarios de fondos.<sup>a</sup>

Para cada sector el nivel de renta generada menos el consumo, es igual al ahorro generado por el sector. La diferencia entre el ahorro y la

inversión realizada es su capacidad (+) o necesidad (-) de financiación.

Desde otro punto de vista, esta capacidad o necesidad de financiación será igual a la diferencia en la variación neta de activos y pasivos financieros. De forma que

$$\begin{aligned} Y - C &= S \\ S - I &= \theta \\ \theta &= \Delta AF - \Delta PF \end{aligned}$$

Siendo Y nivel de renta, C consumo, S ahorro,  $\theta$  capacidad (+) o necesidad (-) de financiación,  $\Delta AF$  saldo de variación de activos financieros,  $\Delta PF$  saldo de variación de pasivos financieros.

Es decir, en cada sector el nivel generado de ahorro más el endeudamiento (variación neta de pasivos financieros) es igual a la inversión realizada más la variación neta de activos financieros.

$$S + \Delta PFN = I + \Delta AFN$$

El primer término de esta identidad es lo que se denomina recursos y el segundo empleos.

Para el total de la economía la suma de rentas generadas es el nivel de renta nacional; la suma de consumos sectoriales, el consumo nacional, y consecuentemente la suma de niveles sectoriales de ahorro el ahorro nacional; y lo mismo ocurre con las variaciones de activos y pasivos.

Para cada sector una disminución del ahorro - o incremento del desahorro - implica que para mantener el mismo nivel de inversión es necesario reducir la posición acreedora o aumentar la posición deudora, elevando el nivel de variación de pasivos netos.

Un incremento en el nivel de inversión si el ahorro no aumenta, implica los mismos efectos, y finalmente un incremento del desahorro simultáneo a un incremento de la inversión tiene idénticos pero aumentados efectos.

Sucede lo mismo con todos sectores incluido el de instituciones financieras. Sin embargo, la misión de canalizar los recursos de los sectores excedentarios a los deficitarios que corresponde a

éstas, implica que el volumen de variación de activos y pasivos financieros de las instituciones financieras es comparativamente mayor que en el resto de los sectores.

La obtención de financiación de estas instituciones se materializa en un incremento de sus pasivos, y su actividad de colocación en una variación neta de activos financieros, correspondiendo estos flujos respectivamente a variación de activos y pasivos financieros del resto de los sectores.

Para cada entidad del sector instituciones financieras la variación de pasivos de un periodo, en tanto en cuanto limita - para un nivel dado de renta, consumo y formación bruta de capital- la variación de activos financieros, constituye un indicador del nivel de actividad reflejada en balance. Y en un momento del tiempo el stock de pasivos financieros es interpretado habitualmente como un ratio de dimensión dentro del sector.

Aunque la variación neta de pasivos financieros de estas instituciones se corresponde con variación neta de activos del resto de los sectores, no todas las variaciones de activos financieros del resto de los sectores se materializan necesariamente en pasivos financieros del sector financiero; son posibles flujos intersectoriales entre los sectores familias y empresas, sector público y sector exterior.

De esta forma, las empresas y el sector público en su tarea de obtención de recursos pueden recurrir alternativa y simultáneamente a las unidades familiares, al sector exterior y a las instituciones financieras para financiarse. Y en consecuencia, sus decisiones afectan al nivel de actividad de estas últimas.

Es posible considerar los efectos de la financiación del déficit tanto desde la perspectiva de las operaciones pasivas o de captación de recursos, como desde la óptica de las operaciones activas o de colocación, si bien la naturaleza del negocio bancario determina una profunda interrelación entre una y otra actividad.

Los efectos inducidos por la necesidad de financiación del déficit público sobre la actividad de captación del sector bancario se transmiten a través de modificaciones en el volumen de los flujos financieros de los distintos sectores de la

economía y a través de la desviación de dichos flujos entre agentes.

De forma que se podría definir el efecto sobre la captación, como aquel por el que una parte de los recursos generados en la economía, que hubieran sido captados por el sistema bancario en ausencia de déficit público, como consecuencia directa o indirecta de éste, no han sido generados, lo son en mayor medida, o bien tienen como destino otro agente de la economía.

La posibilidad medición de los efectos que el déficit público trasmite por su influencia sobre el nivel de los flujos financieros de la economía está condicionada, a la existencia suficiente de estudios empíricos de carácter macroeconómico.

La segunda vía de influencia del déficit es el posible efecto desviación de una porción de los recursos a captar por el sistema bancario hacia otro sector - sector público, exterior o empresas - o hacia otro agente del sector instituciones financieras no bancarias.

Para precisar, consideraremos que la captación directa de recursos por el sector público y por el sector empresas se refiere al efecto *desintermediación financiera*. En tanto, la desviación de recursos hacia otras instituciones financieras, fuera del sistema bancario puede denominarse *desintermediación bancaria*.

El proceso de desviación puede ser medido por la pérdida de cuota de mercado del sistema bancario, entendida ésta como el nivel de participación de los pasivos financieros de este sector respecto de los pasivos financieros del conjunto de instituciones financieras privadas, y respecto del volumen correspondiente al total de la economía.

Desde la perspectiva de la actividad de colocación un incremento en el saldo deficitario del sector público puede ocasionar efectos opuestos.

Por un lado, la financiación del déficit público puede presentar un efecto directo sobre la demanda de activos financieros de instituciones financieras.

Además, si aceptamos que el déficit público puede influir sobre la capacidad/necesidad de financiación del resto de los sectores, incidiendo sobre la renta o sobre el consumo, y que puede



también alterar el nivel de inversión, entonces al influir sobre el volumen de endeudamiento del resto de los sectores y sobre el nivel de empleos de la economía, el déficit puede presentar un efecto indirecto sobre la actividad de colocación de activos de las instituciones financieras.

Como el déficit tiene que ser financiado con endeudamiento o variación neta de pasivos financieros, ello supondrá una mayor demanda de activos financieros del resto de los sectores. En la medida en que una porción de este endeudamiento adicional se materialice en activos de instituciones financieras presentará un efecto directo positivo.

La ampliación del déficit público pueda provocar efectos negativos si como resultado de su elevación, la variación de pasivos financieros del resto de los sectores con las instituciones financieras se reduce, o bien porque sea inducido un proceso de desintermediación.

En relación a los efectos del déficit sobre el volumen de los flujos financieros y sobre la demanda de activos del sector financiero por el resto de los sectores privados, se pone de manifiesto la necesidad de estudios empíricos sobre el tema.

En este terreno, los mecanismos utilizados en la financiación del déficit no tienen otra relevancia que la derivada de la obtención de resultados distintos sobre el nivel de demanda privada de activos del sector financiero.

Si se considera un volumen dado de flujos financieros entre sectores para el total de la economía, la actividad del sector bancario depende de los mecanismos de financiación utilizados por cada sector.

Desde la perspectiva del proceso de desintermediación, los mecanismos utilizados en la financiación del déficit no son irrelevantes.

La financiación del déficit mediante recurso directo al mercado de valores y la colocación de títulos en el sector familias y empresas reduce los activos financieros de las instituciones financieras con el sector público - lo que no sucede si el sector público recurre a activos bancarios -.

En la medida en que las empresas imitan este comportamiento, recurriendo directamente a los ahorradores tambien se reduce la actividad de colocación de las instituciones financieras con las empresas.

### 3.- ALGUNOS COMENTARIOS SOBRE EL CASO ESPAÑOL.

#### 3.1.- MECANISMOS DE FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO.

Cuando se produce, como ha ocurrido en la economía española, un incremento en los gastos del sector público caben dos opciones; o se intenta mantener el saldo de las cuentas de este sector - el equilibrio o el nivel de déficit presupuestario existente - ,o se permite la generación o la ampliación del déficit y se decide cómo financiarlo.

En el primer caso, sólo cabe obtener un nivel suficiente de ingresos impositivos para compensar los gastos. Tal posibilidad depende de la capacidad política del gobierno para elevar los tipos impositivos o para implantar nuevos impuestos.

En la economía española tanto los gastos públicos no financieros como los ingresos fiscales han elevado su participación en términos de PIB durante el periodo de referencia. Sin embargo, como los gastos han crecido a un ritmo más rápido el déficit público, medido como necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, pasó en términos del PIB del 0,6 % en 1977 al 6,2 % en 1985, lo que significa que la economía española se ha enfrentado a la segunda de las posibilidades.

En este caso, las alternativas de financiación son diversas y pueden combinarse.

Puede por ejemplo, practicarse una monetización del déficit por el banco emisor - éste emite dinero que presta al gobierno- o en otras palabras se recurre a un impuesto inflacionario implícito.

Durante el periodo 1977-82 se aprecia en la economía española un grado de monetización muy elevado. La variación anual neta de créditos del Banco de España a las Administraciones Públicas representa en promedio durante este periodo un 49% de la variación anual de pasivos financieros totales del sector, descendiendo a partir de ese momento.

Una segunda posibilidad es recurrir al crédito del sector exterior. El límite de este recurso viene determinado por el nivel de endeudamiento ya

existente y en parte por la situación de los mercados financieros internacionales.

El recurso al crédito del exterior por parte del sector público en términos de la variación anual neta de pasivos financieros de este sector muestra una media en torno al 5% durante el periodo 1977-85.

Una tercera posibilidad es aplazar el pago de los gastos acudiendo al mercado de valores, mediante la emisión de deuda pública.

El límite de este recurso se encuentra en la capacidad de absorción del sector privado y en el reconocimiento por el policy maker de la transmisión o no de efectos crowding-out por esta vía sobre el sector privado.

- CUADRO 1 -

-----  
PARTICIPACION SOBRE TOTAL DE PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO, (en %).  
-----

CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA A LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
26,1	41,1	42,2	69,4	65,6	49,2	7,0	-28,9	22,7

RECURSO ANUAL A LA EMISION DE TITULOS DEL MERCADO MONETARIO.

<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	5,2	60,3	104,5	62,9

-----

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

El recurso al mercado de deuda a medio y largo plazo que en el periodo 1977-80 representaba en promedio un 48 % aproximadamente de la variación anual neta de pasivos financieros de este sector, significaba un 24 % en el periodo 1981-85.

La media correspondiente a renta fija no negociable - esencialmente cédulas para inversiones - dentro de la deuda a medio y largo plazo representaba un 71 % aproximadamente para el primer periodo y un 47 % para el segundo.

Dentro de la alternativa de la deuda, cabe como posibilidad "monetizar" el déficit en la

cartera de activos del sector privado - empresas, familias e instituciones financieras- mediante la emisión y colocación de deuda a corto plazo. Activos que cabe incluir en una definición amplia de la cantidad de dinero; así están incluidos dentro de los ALP los pagarés del Tesoro en poder del público, ya sea en firme, o cedidos temporalmente.

La intensidad con que se utilizó este mecanismo de financiación ha sido muy elevada. El saldo anual de emisiones de deuda del mercado monetario que en 1981 cuando se inicia la emisión de estos activos suponía algo menos del 4 % de la variación total de pasivos financieros del sector, pasaba a representar como media anual en el periodo 1983-85 un 76 % aproximadamente.

Como resultado, si en 1977 la participación de los títulos del mercado monetario - Pagarés del Tesoro - en el stock de pasivos financieros del sector público era nula, en 1985 representaba un 40% .

Dentro de esta alternativa, si el gobierno no desea forzar a los sectores empresas y familias a absorber niveles superiores de activos monetarios públicos, puede conseguir que el sistema bancario contribuya a la financiación del déficit aceptando títulos de deuda a corto plazo, de forma voluntaria o por vía de coeficientes obligatorios. Alternativa esta última que ha sido utilizada en nuestra economía.<sup>7</sup>

Al finalizar el ejercicio 1985 aproximadamente el 87 % del saldo vivo de títulos públicos del mercado monetario (pagarés del Tesoro) estaban colocados en instituciones financieras. Sólo por esta vía el sector financiero estaba financiando en torno al 35 % de los pasivos financieros públicos.<sup>4</sup>

Como resultado de la modificación en los mecanismos de financiación del déficit público, se ha producido en el periodo que se considera una importante variación en la distribución de los pasivos financieros del sector desde el punto de vista de los instrumentos.

Así, mientras el pasivo en forma de deuda a medio y largo plazo perdió participación entre 1977 y 1985, los pasivos de deuda a corto experimentaron un importante avance; y de forma conjunta, el recurso a la emisión de deuda aumentó

6 puntos su participación, situándose en 1985 en torno al 57 % sobre el total. ( cuadro 2 )

CUADRO 2

---

ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO POR INSTRUMENTOS (%)					
	1977	1979	1981	1983	1985
EFFECTIVO Y DEPOSITOS.....	2,2	1,9	1,6	1,5	1,1
TITULOS MERCADO MONETARIO.....	0,0	0,0	0,8	17,6	40,0
TITULOS DE RENTA FIJA .....	61,1	54,7	43,0	30,2	25,9
CREDITOS .....	36,7	43,4	54,6	50,7	32,0
TOTAL .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

---

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En conclusión, puede afirmarse que a partir de 1982 el sector público español ha recurrido para financiar sus déficits de forma muy importante a la emisión de títulos del mercado monetario. Instrumentos que ha colocado en gran medida en el sistema financiero, habiendo establecido coeficientes obligatorios de deuda a corto a tales efectos.

### 3.2.- EMISIONES PUBLICAS DE ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO Y PROCESO DE DESINTERMEDIACION.

La intensidad con que el sector público ha recurrido a la emisión de activos del mercado monetario para financiar sus déficits ha presentado, con seguridad, alguna influencia en el proceso de desintermediación financiera que experimenta nuestra economía. Es difícil, sin embargo, aislar su influencia en los procesos de innovación y desintermediación financiera, pues son numerosos los factores que en estos intervienen, presentado interrelaciones importantes.

Algunos de los argumentos tradicionalmente citados como causas de innovación financiera se refieren a la adaptación de innovaciones producidas en otros mercados; a la coexistencia de segmentos regulados y libres dentro del mercado financiero, de acuerdo a la "hipótesis de restricción inductora" formulada por Silber en el sentido de

que las prácticas restrictivas estimulan las innovaciones como forma de escapar a la regulación; a la volatilidad y mayor impredecibilidad de los tipos de interés, tasas de inflación y tipos de cambio, que generan un movimiento de protección contra los riesgos asociados a la incertidumbre; al desarrollo de innovaciones tecnológicas en los sistemas de pagos y en los procesos de transmisión y tratamiento de información y, entre otras al incremento general de la competencia del sistema.

Dentro del mercado financiero español cabría destacar como factores especialmente relevantes las persistencia de ritmos de inflación elevados y variables, la incidencia de los esquemas impositivos y la necesidad de financiación del déficit público.

La financiación del déficit público a través de la emisión de activos del mercado monetario ha presentado un efecto directo y un estímulo inducido sobre el proceso de desintermediación, entendido éste como el acceso directo del sector público y empresarial al ahorro familiar, sin intermediación bancaria. Proceso que desde otro punto de vista, suele implicar la aparición de activos financieros de elevada liquidez y seguridad que incorporan además altas remuneraciones.

La necesidad de financiación de un déficit creciente, sin perder de vista la instrumentación de la política monetaria ha inducido un fenómeno de "innovación financiera" en el que el sector público ha actuado como auténtico motor, y que ha tenido como eje la emisión de activos monetarios, y de forma especial la figura del pagaré del Tesoro.

Las aportaciones de la figura del pagaré del Tesoro como impulsor de innovaciones se sitúan en un triple plazo: su contribución en el desarrollo de nuevos instrumentos, el impulso inducido sobre nuevos intermediarios y su contribución en el desarrollo y perfeccionamiento del mercado monetario.

En el primer aspecto, la aparición del pagaré del Tesoro ha permitido la generación de activos monetarios privados a su imagen y semejanza.

Así, el mercado de empresa, instrumento réplica del *commercial paper* introducido en nuestro país por la banca extranjera, hubiera tenido un establecimiento más difícil de no haber contado con un mercado previo de activos monetario y de un

conjunto de intermediarios como el que se había desarrollado en torno a los pagarés del Tesoro,

Desde el punto de vista del impulso institucional, el pagaré del Tesoro ha sido decisivo en la aparición de sociedades mediadoras del mercado de dinero (SMMDs), y en el desarrollo de brokers del mercado monetario,

Dentro de las instituciones de inversión colectiva ha contribuido además el pagaré del Tesoro a la expansión de los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMMs). Así en 1985, una parte significativa de los fondos de inversión mobiliaria eran relamente fondos de dinero y tenían materializado su patrimonio mayoritariamente en pagarés del Tesoro,

En el tercer aspecto, es innegable el protagonismo de este activo utilizado en el proceso de regulación monetaria y de financiación del déficit en la constitución y consolidación del mercado monetario en España. Ha aportado este instrumento el sistema de subasta, las anotaciones en cuenta a través de un servicio telefónico, cuya gestión se ha encomendado al banco emisor, y la transmisión sin fedatario público,

Existe cierta coincidencia en que el proceso de sofisticación de los mercados financieros en nuestro país ha estado, de hecho, estrechamente vinculado al establecimiento del sistema de anotaciones contables, que facilitan la gestión de activos y mejoran la eficiencia en los servicios de ejecución, compensación y liquidación del mercado monetario,

Finalmente, este instrumento de financiación del déficit ha supuesto, incluso, la conclusión efectiva del proceso de liberalización de los tipos de interés a corto plazo, antes de su liberalización formal, toda vez que con apoyo en ésta figura se han diseñado estrategias de gestión de tesorería por parte de las empresas, y han surgido en las instituciones bancarias cuentas de activos financieros para particulares vinculadas a este instrumento,

De cara al futuro, el mercado de deuda pública en anotaciones contables va a suponer un avance en el proceso de sustitución del título-valor, al aplicar el sistema de anotaciones en cuenta (establecido inicialmente para la deuda a corto plazo emitida al descuento) a la deuda pública con



cupón, lo que va a contribuir a la consolidación de los mercados monetarios.

Por otra parte, la existencia de un mercado suficientemente amplio de activos financieros de elevada liquidez y sin riesgo constituye una base necesaria para el desarrollo de mercados de futuros financieros, instrumentos de cobertura que nuestro mercado precisa.

Es necesario señalar, sin embargo, que a pesar de este impulso público al proceso privado de innovación, el proceso de competencia entre activos financieros públicos y privados ha tendido a desplazar estos últimos.

Así, las autoridades financieras han ofrecido un tratamiento fiscalmente diferente a los activos públicos utilizados en la financiación del déficit que a los pasivos emitidos por el sector público, restando atractivo a las innovaciones privadas.

En este sentido, en la Ley 14/85 de régimen fiscal de determinados activos financieros los activos privados quedaban sometidos a la retención fiscal general y a la obligación de información a Hacienda, o bien a un régimen de opacidad fiscal penalizado por una retención en origen del 45 %; en tanto los pagarés del Tesoro mantenían una posición de opacidad fiscal sin retención fiscal.

La prima fiscal y la opacidad aseguraron inicialmente una fuerte demanda de activos públicos destinados a financiación del déficit, al tiempo en que debilitó extraordinariamente al mercado privado de pagarés bancario, y especialmente de pagarés de empresa (anexo 1)

Tanto la imposición de un coeficiente obligatorio de deuda a corto para las entidades de depósito, como el diferente tratamiento fiscal contenido en la Ley 14/85 perseguían, entre otros objetivos, intentar una reducción simultánea del coste de regulación monetaria y de financiación a corto del déficit público.

El mecanismo de reducción funcionó además como consecuencia del sistema de subasta mixta - a la que concurren tanto particulares como instituciones obligadas por coeficiente - , y en que se asigna el tipo marginal decidido por las autoridades a las peticiones competitivas que se sitúan por debajo de dicho tipo.

Ello se tradujo en un acelerado descenso de los tipos de remuneración de los PTs, hasta el extremo de que los activos privados recuperaron durante 1986 su atractivo, reduciéndose así el proceso de expulsión de instrumentos cuasilíquidos privados. Al mismo tiempo se debilitó la demanda de pagarés del tesoro, aunque se mantenía la demanda cautiva de las instituciones financieras y la que proporcionaba la condición de refugio fiscal de estos activos públicos. Así, se evidenció un importante desplazamiento de pagarés del Tesoro hacia activos inmuebles y bienes de consumo duradero.

### 3.3.- EFECTOS SOBRE LA ACTIVIDAD DE CAPTACION Y COLOCACION DEL SISTEMA BANCARIO.

Por lo que respecta al proceso de desintermediación, desde la perspectiva de la actividad de captación el efecto desviación puede ser medido por la pérdida de cuota de mercado del sistema bancario, entendida ésta como el nivel de participación de los pasivos financieros de este sector respecto de los pasivos financieros del conjunto de instituciones financieras privadas, y respecto del volumen correspondiente al total de la economía.

En este sentido, las instituciones financieras privadas han perdido participación - en torno a un punto porcentual - en la captación de recursos respecto del total de la economía en el periodo que se considera, situándose en torno al 39 % en 1985.

Del mismo modo, han perdido presencia en su actividad de captación en relación al conjunto total de instituciones financieras. Lo que pone de manifiesto una mayor participación de las instituciones financieras públicas, que pueden ser incluidas en un concepto más amplio de sector público, ( cuadro 3 )

Por su parte, el sector bancario ha perdido más de cuatro puntos de participación en la actividad de captación del conjunto de instituciones financieras, situándose ésta en el 75 % aproximadamente en 1985, y perdiendo aproximadamente punto y medio dentro del bloque de instituciones financieras privadas. Como resultado, ha perdido también presencia en la actividad de captación dentro del conjunto de la economía. (cuadro 4)

- cuadro 3 -

- en % -

PARTICIPACION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES  
FINANCIERAS PRIVADAS sobre:

	1977	1979	1981	1983	1985
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS DE LA ECONOMIA .....	39,8	40,1	39,2	37,0	39,6
PASIVOS FINANCIEROS DEL CONJUNTO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS .....	82,5	80,7	80,5	77,0	79,3

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

- cuadro 4 -

- en % -

PARTICIPACION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DEL SISTEMA BANCARIO sobre:

	1977	1979	1981	1983	1985
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS DE LA ECONOMIA .....	38,2	38,8	37,3	35,5	36,5
PASIVOS FINANCIEROS DEL CONJUNTO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS .....	79,3	78,0	76,7	73,9	75,0
PASIVOS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS PRIVADAS .....	96,1	96,6	95,2	96,0	94,6

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Sin embargo en esta estimación el efecto desintermediación bancaria resulta infravalorado, puesto que la información estadística utilizada considera como instituciones financieras exclusivamente el sistema crediticio (instituciones públicas y sistema bancario, en el que hay que incluir banca privada, cajas de ahorros y cooperativas de ahorro) y otras instituciones financieras (como sociedades mediadoras del mercado monetario y compañías de seguro). Sin embargo, sociedades de leasing y factoring, sociedades de

crédito hipotecario, divisiones financieras de grandes empresas, sociedades de inversión colectiva como fondos de inversión mobiliaria y de inversión de activos del mercado monetario o sociedades de inversión mobiliaria están incluidas dentro del sector empresas no financieras.

En consecuencia una parte del efecto aquí considerado desintermediación bancaria resulta "camuflado" dentro del efecto más amplio desintermediación financiera.

Conviene destacar, sin embargo, que el sector bancario ha liderado en buena medida este movimiento, en un intento de "intermediar la desintermediación".

Así, la mayoría de las sociedades de crédito hipotecario en la economía española son sociedades filiales de entidades de depósitos y han sido constituidas aprovechando, en el caso de las cajas de ahorros las diferencias en cuanto a coeficientes obligatorios y limitaciones geográficas, y en el caso de los bancos, como fórmula para poder emitir cédulas hipotecarias. Instrumentos de captación que han gozado de gran aceptación y al que no tienen acceso directo estas instituciones.

Del mismo modo las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva están en su mayoría vinculadas a entidades bancarias, y lo mismo sucede con una parte de las sociedades de leasing.

Diversos bancos, por su parte, han creado dentro de sus grupos financieros sociedades de intermediación con o sin "vinculación de marca", o participan en brokers y dealers del mercado monetario.

Ahora bien, en la última etapa este proceso de desintermediación está siendo cada vez menos capitalizado por el sistema crediticio; han surgido sociedades gestoras de patrimonio y de instituciones de inversión colectiva independientes, han proliferado Sociedades Instrumentales de Agentes de Cambio, y otros intermediarios no sujetos a estatutos, independientes de entidades de crédito

La pérdida de participación del sistema financiero privado refleja por un lado, el mayor recurso del sector público al sector familias y

empresas, como mecanismo de financiación del déficit público; y por otra parte un mayor recurso -con independencia de la autofinanciación- de este último sector empresas y familias a sí mismo.

Como consecuencia de los efectos combinados de la desintermediación pública y la desintermediación privada, que se ha sugerido inducida parcialmente por aquella, las instituciones financieras disminuyeron su participación en la captación de los activos de familias y empresa pasando del 97 % al 85 % en el periodo 1977-85 (cuadro 5).

- cuadro 5 -

DISTRIBUCION DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS (%)

PASIVOS DE:	1977	1979	1981	1983	1985	1985(a)
ADMINISTRACIONES PUBLICAS.....	0.5	0.8	1.5	3.7	4.0	2.2
SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS.....	1.3	1.0	1.4	2.1	3.5	3.6
INSTITUCIONES FINANCIERAS.....	96.7	97.2	95.5	91.5	90.0	85.2
SECTOR EXTERIOR.....	1.5	1.0	1.5	2.6	2.4	2.4
TOTAL.....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(a). - Corrección de la resión temporal de pagarés del Tesoro del sistema crediticio a familias y empresas.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Y por lo que respecta a los mecanismos de financiación del sector público, el saldo de pasivos financieros con las instituciones financieras que en 1977 suponía en torno a un 90%, representaba en 1985 un 84 % aproximadamente, habiendo elevado el sector público su recurso a las familias y a empresas del 3 % al 10 % aproximadamente en el mismo periodo.

En relación al proceso de desintermediación directa del sector público, éste mostraba en 1977 un recurso para financiarse en el sector familias y empresas no financieras en torno al 0.5 % del activo financiero familiar y empresarial, mientras lo hacía en 1985 en un 4 % - 9 % si se consideran

los pagarés del Tesoro cedidos temporalmente por instituciones financieras - (cuadro 5)

El proceso de desintermediación que el sector público ha llevado a cabo se ha instrumentado a través de las emisiones de deuda.

Así, el recurso anual medio a la emisión de deuda como mecanismo de financiación pasó del 48% al 71 % entre los periodos 1977-80 y 1981-85, (cuadro 6).

- cuadro 6 -

---

PARTICIPACION DE LA DEUDA PUBLICA EN LA VARIACION ANUAL  
DE PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO.

	<u>1977-1980</u>	<u>1981-1985</u>
MEDIA ANUAL .....	48,3 %	71,2 %

---

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Por otra parte, la media anual de activos de familias y empresas colocados en deuda pública sobre la variaciones total de activos de este sector se ha multiplicado por cuatro aproximadamente entre ambos periodos, representando en el segundo periodo un porcentaje medio en torno al 6 %, (cuadro 7 )

- cuadro 7 -

---

MEDIA ANUAL DE COLOCACION DE TITULOS DEL SECTOR PUBLICO  
EN EL SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS  
en relación a:

	<u>1977-1980</u>	<u>1981-1985</u>
VARIACION DE ACTIVOS FINANCIEROS DE FAMILIAS Y EMPRESAS .....	1,5 %	5,6 %

---

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Anteriormente se han comentado los efectos inducidos que los mecanismos de financiación del déficit y la intervención pública en los mercados financieros han significado sobre el proceso de desintermediación privada en nuestro país.

Tal circunstancia aconseja valorar también el proceso de desintermediación ejercido por el sector privado, puesto que una parte podría ser imputada

como efecto inducido por la actuación del sector público.

El recurso de las empresas no financieras al sector familias y a otras empresas pasó del 1% en términos del stock total de activos financieros de este sector en 1978 al 4 % aproximadamente en 1985, ( cuadro 5)

Este mayor recurso de las empresas a las economías domésticas, como en el caso del sector público, se ha instrumentado esencialmente a través de la emisión de títulos,

La media anual de captación de recursos financieros del sector empresarial a través de la emisión de títulos se ha duplicado entre el periodo 1977-80 y el periodo 1981-85, alcanzando en este último una cifra superior al 33 % ( anexo 2)

Por otra parte, mientras que en el periodo 1977-80 el porcentaje medio anual de títulos emitidos por empresas colocados en familias y otras empresas no alcanzaba de 4 % de los pasivos del sector, en el periodo 1981-85 la media anual de colocaciones sobre pasivos financieros del sector alcanzaba aproximadamente el 18 % .

Asimismo , mientras que en el primer periodo la colocaciones de títulos de empresas en las economías familiares suponía aproximadamente un 25% como media del total de emisiones de empresas, este ratio representaba aproximadamente un 50 % en el segundo periodo. ( anexo 3)

Es destacable en este sentido, la importancia relativa que los activos del mercado monetario han supuesto en este proceso desintermediador.

Si comparamos los cambios estructurales en la emisión de títulos por empresas se aprecia entre los periodos 1977-80 y 1981-85 que las empresas han tendido a emitir en mayor proporción títulos del mercado monetario - cuya participación pasó del 3 % al 12 % - y títulos de renta variable - cuya participación pasó del 56 % al 63 % - , disminuyendo el recurso al mercado de bonos y obligaciones.

Sin embargo la colocación de sus títulos en el sector familias y en otras empresas indica un aumento muy notable de la participación de los títulos de renta fija - que pasó del 2 % al 34 % - y también de activos del mercado monetario - cuyo

peso se incrementó del 10 % al 22 % -, en tanto disminuyó de forma muy notable la participación de los títulos de renta variable colocados entre familias. Títulos estos últimos que fueron colocados en mayor medida en el sector público y especialmente en el sector exterior. (anexo 4)

Cabe preguntarse cómo se ha visto afectada la estructura de los pasivos del sistema financiero como consecuencia de todo ello.

Desde la perspectiva sectorial, no se advierten modificaciones sustanciales aunque, es destacable una pérdida significativa de la participación del sector familias y empresas en los pasivos del sistema financiero, que pasa del 66 % al 61 % entre 1977 y 1985. Pérdida que se corresponde con un mayor recurso de estas instituciones financieras al sector público, al exterior y a instituciones del propio sector. (anexo 5)

Una circunstancia que merece ser destacada es, sin duda, el incremento experimentado por el excedente empresarial en la última fase de este periodo. La posibilidad de autofinanciación que esta circunstancia ha supuesto, ha reducido su necesidad de recurrir a otros sectores, y entre ellos a las instituciones financieras.

Desde el punto de vista de los instrumentos, dentro de la estabilidad estructural que se aprecia, se observa un recurso superior a la emisión de títulos, - que pasa del 7 al 8 % - y que se corresponde con retroceso del recurso al crédito, cuya participación disminuye del 12 % al 11 % -, (anexo 6)

Dentro de la partida de emisión de títulos de las instituciones financieras se ha producido, sin embargo, una elevación en la participación de los títulos del mercado monetario que han pasado del 36 % al 41 % sobre el total de saldos de títulos emitidos por el sector.

Desde la perspectiva de la actividad de colocación, los efectos sobre la actividad del sistema bancario se derivan de la influencia del déficit sobre el volumen de flujos financieros y sobre el proceso de desintermediación.

No existen estudios empíricos sobre los efectos que el déficit público en nuestro país ha



ocasionado sobre la demanda privada de activos de instituciones financieras

Sin embargo es posible destacar algunos hechos:

Durante la primera fase del periodo que se considera la posibilidad para las instituciones financieras de colocar fondos en activos monetarios del sector público, posiblemente permitió a estas instituciones mantener el ritmo de captación de recursos ajenos.

Durante el periodo de emisión de CRMs y de emisiones de pagarés del Tesoro en su primera fase, se produjo además un efecto apalancamiento para las instituciones financieras derivado de los niveles de remuneración de estos pasivos públicos.

Como media se ha mantenido por parte del sistema bancario, durante el periodo que se considera, un saldo de pagarés del Tesoro superior al exigido por el coeficiente obligatorio de deuda a corto.

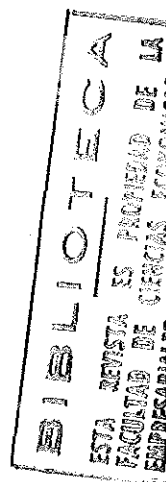
En este sentido, el déficit público parece haber ejercido efectos compensadores sobre el nivel de actividad del sistema bancario, ante fases de atonía privada en la demanda de activos financieros de este sector.

No existe, sin embargo, evidencia empírica de los efectos que el déficit haya podido significar en la debilidad de la demanda privada de activos bancarios, por ejemplo, desalentando los proyectos de inversión. En todo caso, los estudios empíricos para la economía española sobre los efectos macroeconómicos atribuyen al déficit efectos en general negativos sobre el nivel de actividad y sobre la demanda de inversión.

Por otra parte, en la última fase del periodo, un factor explicativo de esta atonía privada en la demanda de activos financieros del sistema bancario se debe al incremento en el excedente empresarial.

En términos generales puede atribuirse al déficit un efecto directo de signo positivo, en términos absolutos, sobre el nivel de actividad del sistema financiero privado, pues una parte importante del déficit se ha financiado via instituciones financieras.

Asimismo cabe atribuir un efecto negativo a este factor derivado del proceso de desintermediación



directa del sector público y del proceso inducido de desintermediación privada.

Por lo que respecta al efecto desintermediación, el sector público disminuyó su recurso al sector instituciones financieras durante el periodo, de manera que la participación de los activos de instituciones financieras en el stock de pasivos financieros del sector público pasó de suponer un 90 % aproximadamente en 1977 a significar en 1985 en torno a un 79 %.

Por su parte, el sector familias y empresas redujo igualmente su recurso a las instituciones financiera en el periodo que se considera, de forma que mientras en 1977 el 84 % aproximadamente de sus pasivos financieros se materializaban en activos de instituciones financiera este porcentaje se había reducido en 1985 al 74 %, ( cuadro 8 ).

-CUADRO 8-

-----  
PARTICIPACION DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES  
FINANCIERAS EN LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LOS SECTORES: (%)

	1977	1979	1981	1983	1985
FAMILIAS Y EMPRESAS .....	84,4	85,9	82,1	78,3	74,0
SECTOR PUBLICO .....	89,7	83,5	89,5	87,6	78,8

-----  
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Desde al punto de vista de la composición de los activos financieros del sistema se observan algunas modificaciones estructurales de interés.

Atendiendo a los instrumentos utilizados en la colocación de fondos, se aprecia una elevación muy significativa de la partida de efectivo y depósitos. Así, la participación de estos activos crece en torno a doce puntos, pasando del 15 % en 1977 al 28 % en 1985 .

Por su parte, en el mismo periodo las instituciones financieras colocaron su inversión en mayor medida en valores mobiliarios, de manera que la participación de los títulos creció del 18 % al 23 % .

Este comportamiento se corresponde con una notable disminución en los activos crediticios, (1-

cuya participación pasó del 64% al 50 % durante este periodo. ( cuadro 9)

-CUADRO 9 -

DISTRIBUCION DE ACTIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES  
FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) POR INSTRUMENTOS (%)

	<u>1977</u>	<u>1979</u>	<u>1981</u>	<u>1983</u>	<u>1985</u>
EFFECTIVO Y DEPOSITOS.....	15,9	18,2	20,0	21,4	27,6
TITULOS .....	17,5	17,2	17,0	19,3	22,9
CREDITOS.....	63,5	62,0	62,0	58,8	49,6
OTROS .....	3,1	2,6	1,0	0,5	(0,1)
TOTAL .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Esta redistribución estructural se justifica en primer término como consecuencia de la elevación en los coeficientes de liquidez para el sistema bancario. Proceso al que no ha sido ajeno el déficit público."

A este respecto puede señalarse que, mientras en 1977 los activos del sistema bancario representados por efectivo y depósitos colocados en el Banco de España, representaban en torno a un 4 % del total de activos financieros del sector, en 1985 este porcentaje significaba ascendía a aproximadamente a un 10 %

Por otra parte estos activos líquidos en el Banco de España representaban un 23 % aproximadamente sobre la partida total de efectivo y depósitos en 1977 y en torno a un 34 % en 1985. ( anexo 8).

Y en segundo lugar, se justifica como consecuencia del avance de la colocación del sector instituciones financieras en títulos emitidos por el sector público de renta fija, y especialmente del mercado monetario.

Así, los títulos públicos del mercado monetario pasaron a representar en 1985 en torno a un 97 % del total de los títulos del mercado monetario en posesión de las instituciones financieras, y un 10%

del total de los activos financieros de este sector, (cuadro 9).

- CUADRO 10 -

(%)

ACTIVOS FINANCIEROS DEL SISTEMA FINANCIERO  
(EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA)

	1977	1979	1981	1983	1985
<u>TITULOS DEL MERCADO MONETARIO</u>					
PARTICIPACION SOBRE ACTIVOS FINANCIEROS ....	1,1	1,5	3,2	6,9	10,1
PARTICIPACION SOBRE TOTAL TITULOS .....	6,5	8,9	18,9	35,8	44,0

TITULOS DEL MERCADO MONETARIO EMITIDOS POR EL  
SECTOR PUBLICO

PARTICIPACION SOBRE ACTIVOS FINANCIEROS ....	0,0	0,0	0,1	0,6	3,8
PARTICIPACION SOBRE TOTAL TITULOS .....	0,0	0,0	0,7	3,2	42,7
PARTICIPACION SOBRE TITULOS MERCADO MONETARIO .....	0,0	0,0	3,9	9,1	97,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Por otra parte, puede señalarse que del total de la deuda pública a corto plazo viva en 1985 el 87 % estaban colocada en instituciones financieras privadas, (cuadro 11)

-CUADRO 11 -

DEUDA PUBLICA A CORTO PLAZO EN PODER DE INSTITUCIONES FINANCIERAS,

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
VOLUMEN (x) ...	0	28	50	901	3,292	4,425
SOBRE TOTAL DEUDA						
A CORTO VIVA ..	0 %	93 %	46 %	69 %	90 %	87 %

(x).- En miles de millones de pesetas.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En otro orden de cosas, la participación de los títulos distintos del mercado monetario disminuyó durante el periodo 1977-85, pasando del 16 % al 13 %, si bien dentro de éstos se aprecia además un sustancial avance en la participación

correspondiente a emisiones de deuda pública, en detrimento de las emisiones de empresas.

Así mientras que en 1977 del saldo de títulos de renta fija y variable en poder de instituciones financieras aproximadamente el 61 % había sido emitido por empresas, y la deuda a medio y largo plazo suponía en torno a un 34 % , en 1985 las emisiones de empresas representaban tan solo un 37% , mientras que la deuda pública significaba ya un 54 % del saldo total de títulos mantenidos por instituciones financieras. ( anexo 9 )

Una de las consecuencias de la comentada modificación en la estructura de los activos financieros del sector ha sido la progresiva importancia que han adquirido en el sector bancario los departamentos encargados de la gestión de la tesorería y activos cuasiliquidos , que han pasado a gestionar en torno a un 30 % de los activos financieros - como consecuencia de los coeficientes de caja y de pagarés del Tesoro-.

Del mismo modo las tareas de intermediación, cesión y colocación de deuda pública y de otros activos del mercado monetario han originado un notable impulso de los departamentos de mercados de capitales de las instituciones bancarias; así como el desarrollo de intermediarios no bancarios en los mercados financieros .

Desde la perspectiva sectorial se aprecia, por otra parte, un avance muy importante de la participación del sector público en los activos de las instituciones financieras durante el periodo 1983 y 1985 , pasando aproximadamente del 7 % en 1977 al 19 % en 1985 - 16 % si se corrigen las cesiones temporales de pagarés del Tesoro de estas instituciones al sector familias y empresas-.

Del mismo modo se aprecia un retroceso sustancial en el peso de la financiación concedida a familias y empresas de en torno a 25 puntos. (cuadro 12)

Ello significa una elevación en la concentración de riesgo por cliente con incidencia en el grado de solvencia del sistema.

DISTRIBUCION SECTORIAL DE ACTIVOS FINANCIEROS DE  
INSTITUCIONES FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) (%)

	<u>1977</u>	<u>1979</u>	<u>1981</u>	<u>1983</u>	<u>1985</u>	<u>1985 (a)</u>
SECTOR PUBLICO.....	7,4	8,3	8,1	8,6	19,1	15,0
FAMILIAS Y EMPRESAS .....	73,0	67,8	63,0	59,2	48,0	49,7
INSTITUCIONES FINANCIERAS,...	15,6	18,0	18,7	25,3	25,6	26,3
SECTOR EXTERIOR .....	4,3	5,2	9,6	8,4	7,2	8,0
TOTAL .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(a).- Corrección de la casión temporal de pagarés del Tesoro concedida  
por el sistema crediticio a familias y empresa

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Por otra parte, el avance en la participación del sector público en la financiación total concedida por las instituciones financieras se pone de manifiesto todavía de forma más clara si modificamos la definición hasta ahora utilizada de sector público - Administraciones Públicas - que corresponde al concepto restringido.

Considerando la definición de sector público ampliado sin empresas públicas, es decir Administraciones Públicas e Instituciones Financieras Públicas - Banco de España y Crédito Oficial - la participación del sector público en los activos financieros del sistema financiero pasa entre 1977 y 1985 del 10 al 30 % aproximadamente.

## 5.- CONCLUSIONES

La economía española se ha enfrentado recientemente a una fase de déficits públicos elevados, que han sido financiados recurriendo de forma inicial a su monetización, y posteriormente recurriendo de manera muy intensa a la emisión de deuda a corto plazo.

Al finalizar el ejercicio 1985 aproximadamente el 40 % de los pasivos financieros globales del sector público estaban representados por títulos del mercado monetario, de los cuales en torno al 87% estaban colocados en instituciones financieras.

Este mecanismo de financiación del déficit, mediante la emisión de deuda pública a corto plazo, ha significado en el mercado financiero español un decisivo impulso a los procesos de "innovación financiera" y desintermediación financiera y bancaria.

Así, la intervención pública en los mercados financieros ha sido decisiva en el desarrollo y consolidación del mercado monetario en nuestro país; ha contribuido de forma esencial a la aparición de sociedades mediadoras y brokers del mercado monetario, y la generalización de otras instituciones financieras; ha representado una aportación esencial desde la perspectiva de los instrumentos, y ha inducido la proliferación de activos privados del mercado monetario; si bien se ha puesto de manifiesto un proceso de competencia entre activos financieros públicos y privados que ha tendido a desplazar estos últimos.

Cabe señalar dos vías generales por las que la necesidad de financiación del déficit público puede ejercer efectos sobre el nivel de actividad del sistema bancario. Efectos que pueden ser contemplados tanto desde la perspectiva de las operaciones pasivas o de captación como desde la correspondiente a operaciones activas o de colocación.

La primera se refiere a la influencia del déficit sobre el volumen de los flujos financieros generados por cada sector y sobre la demanda privada de activos o pasivos financieros del sistema bancario. La posibilidad de medición de este tipo de efectos está condicionada a la existencia de estudios empíricos de carácter macroeconómico.

La segunda vía - a la que presta atención este trabajo - se relaciona con los efectos desintermediación financiera y bancaria, poniéndose de manifiesto la vinculación de estos procesos con el mecanismo elegido para la financiación del déficit a través de la emisión de activos del mercado monetario, tal como se ha comentado.

La existencia de efectos desintermediación bancaria directamente ocasionados por el recurso del sector público al sector familias y empresas, y los ocasionados indirectamente al imitar el sector empresarial este comportamiento, y como resultado del proceso inducido de innovación institucional dentro del sistema financiero, sugiere la posibilidad de efectos negativos netos sobre la actividad del sector bancario.

Desde la perspectiva de la actividad de captación, las instituciones financieras disminuyeron su participación porcentual en la captación de activos de familias y empresas, pasando ésta del 97 % al 90 % en el periodo 1977-85

Esta circunstancia refleja, por un lado, que durante el periodo 1977-85 el sector público multiplicó por ocho en términos relativos su recurso de financiación en el sector familias y empresas;

Este mayor recurso público al sector familias y empresas se ha instrumentado a través del mercado de valores. En este sentido, la media anual de activos de economías domésticas y empresas colocados en deuda pública se multiplicó por cuatro entre los periodos 1977-80 y 1981-85.

Y refleja por otro lado, el incremento en el recurso del sector familias y empresas a sí mismo, que se se cuatriplicó en términos relativos durante el periodo.

El mayor recurso de las empresas a las economías domésticas se instrumentó esencialmente a través de la emisión de títulos. Así, en el periodo 1977-80 como media anual tan solo el 25 % de las emisiones de empresas se colocaban en familias y en otras empresas, mientras que este porcentaje suponía aproximadamente un 50 % en el periodo 1981-85. A su vez la participación media de las emisiones en los pasivos financieros del sector se elevó del 4 % al 18 % entre ambos periodos.



Desde la perspectiva de la actividad de colocación de fondos, cabe afirmar que tanto el sector público como las economías familiares y empresas disminuyeron aproximadamente en diez puntos porcentuales su recurso a las instituciones financieras.

Sin embargo, a pesar del proceso de desintermediación que supone el incremento en el recurso de las Administraciones Públicas al sector familias y empresas para su financiación, el sector público -en su concepto restrictivo- ha duplicado su participación en los pasivos financieros de estas instituciones entre 1977 y 1985; y ésta se ha triplicado si se considera como sector público Administraciones Públicas e Instituciones Financieras Públicas.

Como consecuencia de todo ello, durante el periodo que se considera las instituciones financieras privadas y el sector bancario han sufrido un proceso de expulsión.

Así, las instituciones financieras privadas han perdido presencia en la captación de recursos del total de la economía, y en relación al conjunto global de instituciones financieras - en torno a tres puntos porcentuales - .

Por su parte el sector bancario perdió más de cuatro puntos de participación en la actividad de captación de instituciones financieras, y aproximadamente punto y medio dentro del bloque de instituciones financieras privadas. Si bien esta estimación del efecto desintermediación bancaria resulta infravalorada como consecuencia de la información estadística utilizada.

- ANEXOS -

ANEXO 1

- miles de millones de pesetas -

EMISIONES NETAS DE PAGARES DE EMPRESAS,

<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
14,1	82,0	320,0	(40,0)

Fuente: Banco de España .

ANEXO 2

PARTICIPACION DE LOS TITULOS EMITIDOS POR EMPRESAS NO FINANCIERAS SOBRE VARIACION ANUAL DE PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS,

	<u>1977-1980</u>	<u>1981-1985</u>
MEDIA ANUAL .....	15,9 %	33,2 %

Fuente: Banco de España y elaboración propia

ANEXO 3

MEDIA ANUAL DE LA PARTICIPACION DE LA COLOCACION DE TITULOS EMITIDOS POR EMPRESAS NO FINANCIERAS EN EL SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS,

	<u>1977-1980</u>	<u>1981-1985</u>
SOBRE PASIVOS FINANCIEROS DE FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS .....	3,7 %	17,7 %
SOBRE TOTAL EMITIDO POR EMPRESAS .....	24,7 %	49,6 %

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

#### ANEXO 4

##### ESTRUCTURA DE TITULOS EMITIDOS POR EL SECTOR EMPRESAS NO FINANCIERAS SEGUN TIPOS.

MEDIA ANUAL SEGUN PERIODO	<u>1977-1980</u>	<u>1981-1985</u>
TITULOS DEL MERCADO MONETARIO (%).....	2.6 %	12.4 %
TITULOS DE RENTA FIJA .....	41.5 %	24.5 %
TITULOS DE RENTA VARIABLE .....	55.9 %	53.1 %
TOTAL TITULOS .....	100.0 %	100.0 %

##### ESTRUCTURA DE TITULOS EMITIDOS POR EL SECTOR EMPRESAS NO FINANCIERAS Y COLOCADOS EN EL SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS SEGUN TIPOS.

MEDIA ANUAL SEGUN PERIODO	<u>1977-1980</u>	<u>1981-1985</u>
TITULOS DEL MERCADO MONETARIO (%).....	10.2 %	21.7 %
TITULOS DE RENTA FIJA .....	2.4 %	33.7 %
TITULOS DE RENTA VARIABLE .....	87.3 %	44.6 %
TOTAL TITULOS .....	100.0 %	100.0 %

(%) - Letras y pagarés de empresa.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

#### ANEXO 5

##### DISTRIBUCION SECTORIAL DE PASIVOS FINANCIEROS DEL SISTEMA FINANCIERO (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) (%)

	<u>1977</u>	<u>1979</u>	<u>1981</u>	<u>1983</u>	<u>1985</u>
SECTOR PUBLICO .....	8.3	7.8	7.6	9.2	9.0
FAMILIAS Y EMPRESAS .....	55.6	66.8	64.5	61.6	60.9
INSTITUCIONES FINANCIERAS ...	18.1	16.2	15.2	18.0	21.1
SECTOR EXTERIOR .....	8.0	9.2	12.7	11.2	9.0
TOTAL .....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

ANEXO 6

DISTRIBUCION DE PASIVOS FINANCIEROS DEL SISTEMA FINANCIERO  
(EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) POR INSTRUMENTOS (%)

	<u>1977</u>	<u>1979</u>	<u>1981</u>	<u>1983</u>	<u>1985</u>
EFFECTIVO Y DEPOSITOS .....	78,5	80,6	80,5	79,8	78,8
TITULOS.....	7,4	5,6	6,7	6,4	8,3
CREDITOS.....	12,2	11,6	10,8	11,9	11,1
OTROS.....	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

ANEXO 7

(%)

	<u>1977</u>	<u>1979</u>	<u>1981</u>	<u>1983</u>	<u>1985</u>
<u>EFFECTIVO Y DEPOSITOS DEL SISTEMA BANCARIO</u>					
PARTICIPACION SOBRE TOTAL DE ACTIVOS FINANCIEROS .....	16,6	19,4	21,3	23,1	29,6
<u>EFFECTIVO Y DEPOSITOS DEL SISTEMA BANCARIO EN BANCO DE ESPAÑA</u>					
PARTICIPACION SOBRE TOTAL DE ACTIVOS FINANCIEROS .....	3,9	6,2	5,4	6,6	10,1
PARTICIPACION SOBRE TOTAL EFFECTIVO Y DEPOSITOS .....	23,1	31,7	25,5	28,5	34,1

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

ANEXO 5

DISTRIBUCION SECTORIAL POR EMISORES DE TITULOS DE RENTA VARIABLE  
Y DE RENTA FIJA A MEDIO Y LARGO PLAZO EN PODER DE INSTITUCIONES  
FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) (%).

	1977	1979	1981	1983	1985
PARTICIPACION DE TITULOS (EXCEPTO MERCADO MONETARIO SOBRE ACTIVOS FINANCIEROS .....	16,4	15,7	13,7	12,4	12,9
INSTITUCIONES FINANCIERAS .....	4,5	4,2	4,2	5,5	5,9
EMPRESAS Y FAMILIAS .....	60,5	53,9	52,0	46,9	36,5
SECTOR PUBLICO .....	34,4	41,2	42,8	44,9	53,8
SECTOR EXTERIOR .....	0,5	0,7	1,0	2,7	2,8
TOTAL .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## NOTAS

(1).- Ver por ejemplo, Mauleón I. y Perez, J. (1985), Virals J. (1985) y Raymond J. (1985) y Repullo R. (1985) entre otros.

(2).- Algunos artículos de interés sobre el tema pueden ser encontrados en Valle V. (1982), Alvarez Rendueles, J.R. (1982 y 1985), López Roa A.L. (1984), Tornos I. (1984), Ortega R. (1985 y 1987), Aríztegui J. (1985), Toribio J.J. (1985), y Aríztegui, J. y Fernandez, E. (1987) entre otros.

(3).- En la información utilizada del Banco de España este sector presenta carácter residual; en él se hacen figurar como activos/pasivos los pasivos/activos de otros sectores respecto al mismo, lo que implica la consolidación de movimientos internos del sector (excepto para los flujos de títulos) y la acumulación de todas las limitaciones y errores de estimación incurridos en la elaboración de las cuentas.

(4).- El concepto utilizado de sector público corresponde al ámbito de las Administraciones Públicas (Administración Central, Corporaciones Locales y Seguridad Social). Una consecuencia importante de esta elección es que no se consolidan las cuentas financieras del Estado y del Banco de España - como por ejemplo se hace en Aríztegui y Fernandez (1987) -, en consecuencia no quedan incluidos en el concepto de "deuda pública a corto plazo" aquellos instrumentos emitidos con fines de regulación monetaria - por ejemplo C.R.M.s -.

(5).- Las instituciones financieras consideradas son las que se integran en el sistema crediticio (instituciones

públicas y sistema bancario ) y otras instituciones incluyendo sociedades mediadoras del mercado monetario y compañías de seguro, y excluyendo compañías de financiación, sociedades de inversión colectiva y sociedades de créditos hipotecario entre otras).

(6).- No se considera la actividad "fuera de balance" que constituye un área de actividad bancaria de creciente importancia.

(7).- En junio de 1984 se crea un coeficiente de deuda pública a corto plazo para bancos y cajas de ahorros que se fija inicialmente en el 12 % de los pasivos computables en el coeficiente de caja y debe materializarse en la adquisición en firme o con pacto de recompra de pagarés del Tesoro (R.D. Ley 6/1984 , R.D. 1142/1984, y Circular del Banco de España 23/1984). En febrero de 1985 este coeficiente se reduce en un punto para situarse desde octubre del mismo año en el 10 % (R.D. 215/1985).

(8).- Algunos comentarios relativos al caso español pueden ser encontrados en el Informe Anual del Banco de España 1981.

(9).- Contenida en la Orden Ministerial de 3 de marzo de 1987.

(10).- Regulado en el Real Decreto 505/1987 de 3 de abril, Orden Ministerial de 19 de mayo y Circular nº 16/1987 del Banco de España

(11).- Así, el coeficiente de caja se reformó a finales de 1983 y principios de 1984: elevándose del 7.75 % al 18 % absorbiendo al de depósitos obligatorios -4 % - e incrementándose la base de los pasivos computables. En Tornos I. (1984) se ofrece un estudio de carácter empírico

sobre el coste de regulación monetaria y los efectos del déficit sobre los coeficientes de control monetario.

(12).- El stock de pasivos financieros del sistema crediticio con el sector privado en forma de cesión temporal de pagarés del Tesoro - es decir que están contabilizados en el activo de las instituciones financieras como pasivo del sector público, cuando efectivamente son activos financieros de familias y empresas frente al sector público - suponía una cifra aproximada de 266 y 1456 miles de millones de pesetas respectivamente en los ejercicios 1984 y 1985.



## REFERENCIAS

ALVAREZ RENDUELES J.R. (1982), "Consecuencias financieras del déficit" Papeles de Economía nº 12. F.I.E.S.

ALVAREZ RENDUELES J.R. (1985), "Política monetaria y déficit público" Papeles de Economía nº 23. F.I.E.S.

ARIZTEGUI, J. (1985), " La Liberalización de los Mercados Financieros y el Déficit Público ". Papeles de Economía nº 23 F.I.E.S.

ARIZTEGUI, J. y FERNANDEZ, E. (1987) " Necesidad de financiación, operaciones financieras y coste del pasivo del Estado y del Banco de España " Boletín Económico, febrero 1987. Banco de España

BANCO DE ESPAÑA. Informes Anuales.

CONTRERAS, C. (1986) " El Comportamiento de las Cajas de Ahorros en un contexto de elevado déficit público " investigación financiada por la Fundación F.I.E.S.

FANJUL, O y MARAVALL, F. (1985) "La eficiencia del sistema bancario español" Alianza Universidad.

JAO, Y.C. (1985), "Theories and Policy Implications of Financial Innovations", Discussion Paper Nº 59. Department of Economics University of Hong Kong.

LOPEZ ROA. A.L. (1984) "El déficit público y el sector financiero privado". Hacienda Pública nº 88. Instituto de Estudios Fiscales.

MAULEON , I y PEREZ, J. (1985) "Interest Rate Determinant and Consequences for Macroeconomics Performances in Spain" Documentos de Trabajo 8420 Banco de España.

ORTEGA R. (1985) "La financiación del déficit público y su incidencia sobre el sistema financiero". Papeles de economía nº 23 F.I.E.S.



5307402856

ORTEGA R. (1987). "La situación económica española y el sistema financiero". Papeles de Economía. Suplementos sobre Sistema Financiero nº 17. F.I.E.S.

PEREZ, J. (1975). "Un Modelo para el Sector Financiero de la Economía". Serie Azul. Banco de España.

RAYMOND, J. (1985). "El Saldo Presupuestario Coyuntural y Estructural en España" Papeles de Economía nº 23. F.I.E.S.

REPULLO R. (1986). "Déficits, deuda pública e inflación: aspectos teóricos y aplicación al caso español" "Servicio de Estudios Banco de España.

TORIBIO J.J. "Déficit público y estructura del sistema financiero" Papeles de Economía nº 23. F.I.E.S.

TORNOS I. (1982). "La financiación del déficit, el ahorro y los tipos de interés". Hacienda Pública nº 74. Instituto de Estudios Fiscales.

TORNOS I. (1984). "Las Repercusiones Monetarias y Financieras del Déficit Público" Hacienda Pública nº 88.

TRUJILLO, J.A. y CUERVO C. (1985) "El sistema financiero español". Ariel Economía.

VALLE V. (1982). "Consecuencias financieras del déficit" Papeles de Economía nº 10. F.I.E.S.

VINALS, J. (1985). "El Déficit Público y sus Efectos Macroeconómicos; Algunas Reconsideraciones" Documento de Trabajo nº 8504. Banco de España.

WILLIAMSON, S. (1986). "Increasing Returns to Scale in Financial Intermediation and the Non-Neutrality of Government Policy. " Review of Economics Studies LIII. 263-275